



نشریه علمی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار

بهار ۱۴۰۳ / دوره ۱۷ / شماره ۶۱

صفحه ۹۵ تا ۱۱۱

تحلیل ابعاد مالی - حقوقی رقابت بین بورس های اوراق بهادار براساس مطالعه تطبیقی ایران و آمریکا

سعید محمدی اقدم*^۱

ابراهیم دیبانتی نسب^۲

علیرضا خلیلی^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۱/۱۳ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۴/۲۶

چکیده

مطابق قانون بازار ایران، بورس‌ها به‌عنوان تشکل خودانتظام، موظف به تنظیم و اجرای مقررات حیطه فعالیت خود هستند درحالی‌که به‌واسطه مالکیت، تحت عنوان شرکت انتفاعی طبقه‌بندی می‌شوند در نتیجه ممکن است فعالیت آن‌ها به رقابت منجر شود. شناخت رقابت مستلزم بررسی ماهیت، کارکرد و وظایف بورس‌ها و ساختار بازار سرمایه به‌عنوان بستر فعالیت بورس با لحاظ دو قاعده حقوقی "تضاد منافع عمومی-تجاری" و "نظریه تفکیک اعمال حاکمیتی و تصدی" در بستر پدیده رقابت است. این مهم، با مطالعه قوانین و مقررات، اسناد و گزارش‌های مربوطه و تحلیل نظامات حقوقی دو کشور براساس روش تحلیلی-تفسیری و درچارچوب حقوق تطبیقی انجام شده است. مطابق یافته تحقیق، اعمال رقابت بین بورس‌ها از سمت رگولاتور مستلزم توجه به چندموضوع از جمله تشخیص منافع تجاری و عمومی هریک از اقدامات بورس‌ها، تعیین مقام ذی‌صلاح در تشخیص تضاد منافع و ارائه راهکار جهت نحوه رفع تضادهاست. در مقام عمل، مطابق ساختار و شرایط بازار ایران، ایجاد بخش‌بندی در حوزه فعالیت بورس‌ها یک تصمیم درست است و برخلاف بازار سرمایه آمریکا، امکان ایجاد رقابت بین بورس‌ها وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: تشکل خودانتظام، حقوق آمریکا، حقوق ایران، حقوق تطبیقی، حقوق رقابت

طبقه‌بندی موضوعی: *G18, D53*

^۱ دانشجوی دکتری مهندسی مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول) saeed.ghdam@yahoo.com

^۲ دکتری حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه تهران، تهران، ایران. Dianatinasab@ifb.ir

^۳ کارشناسی ارشد معارف اسلامی و حقوق خصوصی، دانشکده معارف اسلامی و حقوق، دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران. Khalili@ifb.ir

مقدمه

بازارهای مالی به‌عنوان یک رکن اقتصادی، همواره در حال تحول و توسعه هستند و این موضوع، ناگزیر مستلزم اتخاذ سیاست و راهبرد مناسب از سوی ارکان و فعالان بازار با شناخت دقیق ابعاد مختلف مالی، اقتصادی و حقوقی است. تغییرات مستمر به‌واسطه وجود منافع و اهداف مختلف زمینه بروز رقابت در سطوح مختلف از جمله نظارت و تنظیم بخشی را فراهم کرده است. مطابق قانون بازار مصوب سال ۱۳۸۴ بورس‌ها به‌عنوان تشکل خودانتظام شناخته می‌شوند. تشکلی که بر حسن انجام وظایف تعریف‌شده نظارت داشته و مجاز است جهت تنظیم فعالیت حرفه‌ای خود و انتظام بخشیدن به روابط بین اعضا ضوابط و استانداردهای و انضباطی وضع و اجرا نماید. از طرف دیگر قانون‌گذار، شخصیت حقوقی سهامی عام را به‌عنوان ساختار منتخب بورس‌ها از جهت مالکیت در نظر گرفته است. در نتیجه وظیفه تنظیم مقررات یا نظارت بر اجرای آن‌ها از یک‌سو و اهمیت مدل درآمد در کسب‌وکار بورس‌ها به سبب ماهیت سهامداری از جانب دیگر، زمینه بروز تضاد منافع عمومی و تجاری را فراهم و رقابت می‌تواند این موضوع را تشدید نماید. این موضوع از جنبه دیگر نیز قابل بررسی است و این سؤال مطرح خواهد شد که آیا اقدامات و افعال بورس‌ها ذیل اقدامات حاکمیتی قرار خواهند گرفت یا به‌عنوان عمل تصدی‌گری شناخته می‌شوند؟ در پاسخ به این سؤالات در ابتدا باید نسبت بین اقدامات و وظایف بورس‌ها با اعمال حاکمیت مشخص شود و ثانیاً، بررسی شود که آیا افعال آن‌ها مشمول رقابت خواهد بود یا خیر. در ادامه جهت تحلیل دقیق‌تر پدیده مذکور، سایر جوانب از جمله نقش رگولاتور یا مقام ذیصلاح و حیطه صلاحیت و وظایف و کارکردها در ساختار بازار سرمایه ایران و آمریکا به‌اجمال بررسی خواهد شد. ساختار مقاله بدین‌صورت است که در ابتدا ماهیت، کارکرد، ساختار مالکیت بورس‌ها به‌عنوان تشکل خودانتظام مشخص خواهد شد. در این راستا تلاش می‌شود کارکرد این نهادها، وظایف و مسئولیت‌ها و نحوه تعامل آن‌ها با ارکان دیگر بازار سرمایه از جمله قانون‌گذار،

رگولاتور بخشی و نهاد ناظر تحلیل شود. در ادامه بستر یا بازار فعالیت این نهادها مورد مطالعه قرار گرفته و بررسی گردد که آیا بورس‌ها مشمول مقررات و حقوق رقابت قرار خواهند گرفت یا خیر؟ جهت شناخت بهتر موضوع، بستر رقابت یا انحصار به‌عنوان مؤلفه اساسی ساختاری از دو جنبه قانون و مقررات در آمریکا و ایران بررسی و مقدمات و مفروضات اساسی فعالیت این شرکت‌ها در بازار اوراق بهادار تحلیل خواهد شد.

بحث و بررسی

مبانی نظری

پدیده رقابت بین بورس‌ها در چندین مطالعه بین‌المللی و داخلی مورد توجه قرار گرفته است که هر یک از آن‌ها ابعاد مختلف پدیده را بررسی کردند. کافی و برلی (۲۰۰۲) در مقاله خود پذیرش هم‌زمان را به‌عنوان یک پدیده قابل مطالعه در حوزه رقابت بازار سرمایه دانسته و آن را براساس تئوری‌های موجود تحلیل کردند. آن‌ها ضمن توجه به ملاحظات رقابت در بازار سرمایه، پیشنهادهایی جهت رفع برخی مشکلات مانند رقابت در اعمال مقررات ارائه دادند. راموس (۲۰۰۳) با بررسی اصلاحات ساختاری بازار سرمایه و مطالعه پیشران‌های توسعه رقابت، مصادیق مختلف رقابت بین بورس اوراق بهادار را بررسی کرد. فوکالت و پارلور (۲۰۰۴) با ارائه یک مدل نحوه رقابت بورس اوراق بهادار در پذیرش اوراق بهادار را بررسی کردند. مطابق نتایج این تحقیق، رقابت لزوماً به حداکثرسازی انتفاع شرکت‌ها منجر نخواهد شد. بلانس (۲۰۰۷) با بررسی روند تغییر ساختار بازار سرمایه آمریکا، واکنش رگولاتور بازار آمریکا یعنی کمیسیون بورس‌ها و اوراق بهادار را تحلیل کرد. کنتیلون و ین (۲۰۱۰) در مقاله خود نتیجه گرفتند ایجاد رقابت بین بورس‌ها به برخی متغیرها مانند میزان مشارکت واسطه‌ها و مدل درآمد آن‌ها بستگی دارد. لو (۲۰۱۳) در مقاله خود ابعاد مالی رقابت بین بورس‌ها را با تمرکز بر معاملات مورد بررسی قرارداد. کوان و دیگران (۲۰۱۵) در پژوهش خود به برخی مصادیق رقابت بین بورس‌ها از جمله رقابت در جذب جریان سفارشات پرداخته و قوانین مربوطه شامل دستورالعمل

پژوهش حاضر از نوع پژوهش کیفی است که با مطالعه قوانین و مقررات مربوطه و گردآوری اسناد پژوهشی بازار سرمایه آمریکا و ایران و تحلیل نظامات حقوقی هر یک از کشورها براساس روش تحلیلی - تفسیری و مطابقت قوانین براساس حقوق تطبیقی، موضوع منتخب مورد تحلیل قرار گرفته است.

یافته‌های پژوهش

این بخش شامل ارائه یافته‌ها، مقایسه آن با یافته‌های پژوهش‌های مذکور در پیشینه و تفسیر انطباق یا ناسازگاری یافته‌ها با پژوهش‌ها و نظریه‌ها می باشد در این بخش ابتدا فرضیه‌ها (یا در پژوهش کیفی اهداف)، بعد از آن نوع آزمون آماری و جدول سپس تحلیل جدول در زیر هر جدول ارائه شود.

بررسی و تحلیل پدیده رقابت بین بورس‌ها مستلزم پوشش دو بعد و جنبه اصلی است. بعد اول شامل شناخت موضوع یعنی ماهیت بورس‌ها به‌عنوان نهاد رقابت‌پذیر در دو نظام حقوقی ایران و آمریکا است بعد دوم نیز شامل بررسی ساختار یا بازار رقابت‌پذیر است.

۱. تحلیل ماهیت بورس‌های اوراق بهادار

براساس بند ۳ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ "بورس اوراق بهادار بازاری متشکل و خودانتظام است که اوراق بهادار در آن توسط کارگزاران و یا معامله‌گران طبق مقررات این قانون، مورد دادوستد قرار می‌گیرد. بورس اوراق بهادار در قالب شرکت سهامی عام تأسیس و اداره می‌شود." در آمریکا، تعریف بورس ذیل بخش ۳ مقرر بورس اوراق بهادار مصوب سال ۱۹۳۴ آمده است: "بورس به‌عنوان هر سازمان، انجمن یا مجموعه اشخاص - اعم از شرکت سهامی یا غیر سهامی - است که بازار یا تسهیلاتی باهدف گردش‌آوری خریداران و فروشندگان اوراق بهادار یا هر اقدام دیگر در خصوص اوراق بهادار ایجاد، حفظ یا فراهم می‌کند."

مطابق قانون بازار ایران، بورس به‌عنوان تشکیلی خودانتظام تعریف شده است، در نتیجه تشخیص حیطه صلاحیت و کنش آن‌ها مستلزم شناخت ماهیت تشکیلی خودانتظام، قلمرو فعالیت و حیطه صلاحیت و اختیارات آن‌هاست. با

معاملاتی را در قالب مدل بازار یکپارچه بررسی کرده است. کاروتر و لمورکس (۲۰۱۶) در مقاله خود، آربیتراژ مقرراتی ناشی از رقابت بین حوزه قضایی مختلف و تأثیر آن‌ها بر استانداردهای مقرراتی در بازارهای مختلف از جمله بازار مالی را مورد تحقیق قرار داده است. دوانتر و دیگران (۲۰۱۸) به آثار مالی رقابت بین بورس‌ها با تمرکز بر حیطه قضایی اتحادیه اروپا پرداخته است که البته فاقد جوانب حقوقی است. رابرتسون (۲۰۱۸) ضمن بررسی رفاه مصرف‌کننده در دریافت خدمات مالی از منظر حقوق رقابت در اتحادیه اروپا، به این نتیجه رسیده است که ساختارها در نهایت به حمایت از مصرف‌کننده منجر خواهد شد. ونهوناکر (۲۰۲۰) در مقاله خود آثار ناشی از اعمال الزامات داخلی را بر موضوع رقابت در سطح بین‌المللی بررسی کرده است. شواب (۲۰۲۲) تمرکز خود را به بررسی مقررات ناظر بر کارمزد بورس‌های اوراق بهادار و آثار آن بر عملکرد نظارتی و مقرراتی آن‌ها معطوف کرده است. در نهایت هانکور و دیگران (۲۰۲۳) نیز موضوع رقابت بین بازارهای اوراق بهادار را مطابق قوانین و مقررات فرانسه بررسی کرده است. در ایران این موضوع تا حدودی مغفول مانده است و تنها چندین مقاله به‌طور مستقیم ابعاد مختلف موضوع را تحلیل کردند. باقری و سیدی (۱۳۸۷) نسبت بین حقوق رقابت و حقوق بازار اوراق بهادار را مورد توجه قرار دادند. در این پژوهش نویسندگان براساس انتخاب چند قاعده به تحلیل برخی جوانب مالی این پدیده در بازار اوراق بهادار ایران پرداختند. انصاری و همکاران (۱۳۹۲) جوانب مختلف اقتصادی و حقوقی نهاد خودانتظام و نهاد ناظر را براساس مطالعه تطبیقی در نظام حقوقی ایران و آمریکا بررسی کردند. ساردوئی و قنبری (۱۳۹۸) نیز مسائل مختلف پیرامون نسبت بین حقوق رقابت و بازار سرمایه را در سطح حاکمیت از جمله مقامات رقابت، حدود مرز مقررات گذاری عام و خاص، نظارت و اجرا و در نهایت نسبت مقررات بورس با مقررات عام رقابتی تحلیل کردند.

روش‌شناسی پژوهش

قوانین موضوعه، باید به تأیید هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار نیز برسند. (انصاری و دیگران، ۱۳۹۲).
 یک سؤال اساسی، تشخیص حیطه صلاحیت و امکان تفویض اختیارات و مقررات به نهاد ثالث از جانب مرجع مقررات گذار مانند مجلس شورای اسلامی در سطح اول و نهاد رگولاتور یعنی سازمان بورس اوراق بهادار در سطح دوم است؛ سؤال دوم پیرامون تشخیص منشأ تفویض اختیارات است. قانون بازار در سال ۱۳۸۴ در مجلس شورای اسلامی تصویب و به تأیید شورای نگهبان رسید؛ بر این اساس، منشأ و شاکله قانونی نهادهای خودانتظام در نظام حقوقی ایران به استناد مصوبات مجلس قانون گذاری است نه تصمیمات هیئت دولت. به علاوه، براساس قانون بازار، صلاحیت تنظیم مقررات بازار سرمایه برعهده سازمان بورس اوراق بهادار گذاشته شده است و در ادامه براساس بند ۶ ماده ۱ قانون بازار، امکان تفویض اختیار به تشکل خودانتظام نیز فراهم شده است. در آمریکا نیز ارتباط بین تشکل خودانتظام و رگولاتور مشابه ایران است. به عنوان مثال مطابق بخش نوزده قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۹۳۴ تمامی مقررات و حتی دستورالعمل های پیشنهادی نهادهای خودانتظام باید به تأیید کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا برسد. (انصاری و دیگران، ۱۳۹۲) به علاوه، به استناد مقرر مذکور، تمام بورس ها، مجامع اوراق بهادار از جمله فینرا و نهادهای پایایی به عنوان تشکل خودانتظام تعریف شدند و تمام آن ها تحت نظارت کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا هستند که سازگاری اقدامات اعضای خود را با هردو تیپ دستورالعمل های سطح فدرال و داخلی تحت نظارت دارند.^۵

تحلیل وظایف و کارکرد تشکل خودانتظام

تشکل خودانتظام درحالت کلی فعالیت های زیر را انجام می دهد:

مراجعه به منابع مختلف، هیچ تعریف مورد اجماع و واحد از مفهوم خودانتظام که در جهان مورد پذیرش باشد، وجود ندارد اما به صورت کلی، تشکل خودانتظام به عنوان نهاد غیردولتی شناخته می شود که دستورالعمل های مختلف بازار اوراق بهادار و اقدامات فعالان بازار را تنظیم و تحت نظارت داشته و سازگاری آن ها با استانداردها را می سنجد. (کارسون، ۲۰۱۱) در ایران نیز مطابق رویکرد بین المللی به استناد بند ۵ ماده ۱ قانون بازار، تشکل خودانتظام یک موسسه غیردولتی، غیرتجاری و غیرانتفاعی است که تعریف آن ذیل بند ۶ ماده ۱ قانون بازار ارائه شده است. "تشکل خودانتظام تشکلی است که برای حسن انجام وظایفی که به موجب این قانون بر عهده دارد و همچنین برای تنظیم فعالیت های حرفه ای خود و انتظام بخشیدن به روابط بین اعضا، مجاز است ضوابط و استانداردهای حرفه ای و انضباطی را که لازم می داند، با رعایت این قانون، وضع و اجرا کند." در نظام حقوقی آمریکا، براساس بند ۲۶ بخش ۳ مقرر بورس اوراق بهادار، "سازمان خودانتظام به معنای هر نوع بازار ملی اوراق بهادار^۲، انجمن به ثبت رسیده اوراق بهادار^۳ یا نهاد مسئول پایایی اوراق بهادار^۴ (که باهدف تحقق قانون) یا هر هیئت قانون گذار اوراق بهادار شهرداری است که به استناد بخش 15B این قانون تشکیل شده باشد." نظام حقوقی آمریکا برخلاف ایران در بخش های مختلف مقرر مربوطه به ابعاد تشکل خودانتظام از جمله تعریف، انواع، وظایف، کارکرد و الزامات از جمله 11A-3(B)، 19(b)، 19(c)، 20(4) و 23(b) و موارد دیگر اشاره داشته اما در قانون ایران این قابلیت ساختاری-نهادی به طور محدود تعریف شده است. به علاوه، با مشاهده قوانین، دستورالعمل ها و اساسنامه تشکل های خودانتظام، محدودیت فعالیت این نهاد کاملاً مشخص است. به عنوان مثال تمام دستورالعمل های تشکل خودانتظام که می تواند به عنوان مصادیق ضوابط و استانداردهای حرفه ای و انضباطی شناخته شود، افزون بر تطابق با قانون بازار و

⁴ Registered clearing agency

⁵ Carson, 2011 : 25

¹ Carson, 2011: 15

² National securities exchange

³ Registered securities association

یا برای ورود بنگاه‌ها به بازار یا خروج از آن محدودیتی وجود نداشته باشد. (غفاری فارسانی و دیگران، ۱۳۹۱) در قانون ایران حقوق رقابت فراتر از فعل ضدرقابتی تعریف و شقوق اصلی افعال ضدرقابت عنوان شده است. (رهبری، ۱۳۹۴)

تمام تحلیل‌ها، ابزارها و موضوعات جهت تحلیل رقابت ذیل یک عنوان عام تعریف می‌شوند؛ اینکه اهداف عام حاکم بر بازار سرمایه چیست اهداف عام از این جهت اهمیت دارند که چهارچوب رقابت و عناصر مربوطه از جمله حقوق رقابت و سیاست رقابتی را شکل می‌دهد. حقوق رقابت نیز اهداف خود را دارد که ذیل اهداف عام مانند عدالت و مصلحت تعریف می‌شوند که در چند سطح قابل تعریف هستند؛ هدف اولیه و مستقیم حفظ رقابت است؛ هدف میانی، افزایش کارایی اقتصادی و هدف نهایی افزایش رفاه مصرف‌کنندگان است. (صادقی مقدم، غفاری فارسانی، ۱۳۹۱). به‌عنوان مثال کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا، اهداف عام را شامل شفافیت قیمت، دسترسی عادلانه به بازار، دسترسی عادلانه به سیستم تسویه و پایاپای و بهترین شیوه اعمال سفارش دانسته است. (گری، ۲۰۰۷) ۱ در ایران، اهداف عام مطابق سیاست های کلی اصلی ۴۴ قانون اساسی به ویژه مواد ۴۴ تا ۵۲ این قانون قابل مشاهده است. برای مثال، رویه‌های موضوع بندهای ۲۱ و ۶ ماده ۴۴ و بندهای الف، د، و، ط و ی ماده ۴۵ کارایی تخصیصی و تولیدی و رفاه مصرف‌کنندگان است. در بند ۲۰ ماده ۱ قانون مذکور نیز اخلاص در رقابت مدنظر قرار گرفته است، "اضرار به عموم" و به بیان اقتصادی، "رفاه مصرف‌کنندگان" و "کاهش مهارت و ابتکار در جامعه" یا همان "ناکارایی تولیدی و پویا" از ضابطه‌های مهم احراز آن مفهوم است. البته بندهای مذکور بر اهداف دیگر از جمله عدالت و انصاف اشاره داشتند. (صادقی مقدم، غفاری فارسانی، ۱۳۹۱)

بعد اساسی دیگر در شناخت چهارچوب تحلیل رقابت، تشخیص نسبت بین حقوق رقابت و سیاست رقابتی است. این ارتباط بدین گونه است که سیاست رقابتی هر کشور

• تنظیم مقررات خاص بازار شامل دستورالعمل‌ها پیرامون یکپارچگی بازار و ارائه خدمات بازار از جمله معاملات.

تنظیم مقررات اعضا، شامل دستورالعمل‌هایی پیرامون فعالیت فعالان بازار، معامله‌گران اوراق بهادار و واسطه‌های بازار. وظیفه تشکل خودانتظام در سطح اولیه، شامل پوشش عضویت و استانداردهای دسترسی به بازار، دستورالعمل پیرامون ارائه خدمات و اقدامات و سازگاری مالی (مانند الزامات سرمایه) است.

البته تشکل خودانتظام می‌تواند یک یا دو مورد از وظایف فوق را انجام دهد. در حالت کلی، کشورهایی که مبتنی بر قانون مدنی هستند، به علت محدودیت‌های قانونی تفویض اختیارات مقرراتی، تشکل خودانتظام نقش ضعیف‌تری در تنظیم دستورالعمل دارد. به‌علاوه، تشکل خودانتظام می‌بایست تحت مالکیت، حاکمیت و مدیریت مستقل از رگولاتور ناظر باشد. (همان)

تحلیل ساختار و بازار اوراق بهادار در جایگاه بستر بروز پدیده رقابت

بعد از شناخت ماهیت تشکل خودانتظام و کارکرد آن، مرحله بعد تحلیل مقدمات و مفروضات اساسی فعالیت این شرکت‌ها در بازار سرمایه است. در ادامه، رقابت بین بورس‌ها و تشکل خودانتظام برپایه چند گزاره از جمله تضاد منافع عمومی و تجاری، زمینه‌های رقابت‌پذیر و رقابت ناپذیر از جمله پذیرش، شناخت حیطه رقابت، مقام ذیصلاح رقابت و مسئولیت‌ها، قواعد و مقررات مربوطه تحلیل خواهد شد.

حقوق رقابت در بازار اوراق بهادار براساس قانون و مقررات در ایران و آمریکا

قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی در بند یازدهم و دوازدهم رقابت را وضعیتی می‌داند که در آن تعدادی تولیدکننده، خریدار و فروشنده مستقل برای تولید، خرید و یا فروش کالا یا خدمت فعالیت می‌کنند، به طوری که هیچ‌یک از تولیدکنندگان، خریداران و فروشندگان قدرت تعیین قیمت را در بازار نداشته باشند

آن‌ها، حیطة صلاحیت رقابت و مقامات ذی‌صلاح رقابت تحلیل خواهد شد.

قاعده تضاد منافع عمومی - تجاری در فعالیت تشکل خودانتظام

پیش‌ازاین به مسئولیت‌ها و وظایف مختلف تشکل خودانتظام اشاره شد اما اینکه کدام‌یک از وظایف مذکور، به‌عنوان وظیفه تنظیم بخشی که ناظر بر منافع عموم هم هست، شناخته می‌شود، سؤال مهمی است. یک منطق قابل اتکاء در انتخاب وظیفه فوق تحلیل براساس قاعده تضاد منافع است؛ اینکه آیا مسئولیت مذکور به‌طور هم‌زمان دارای ابعاد انتفاعی و عمومی هست یا خیر؟

بورس‌ها به جهت ماهیت خود با یک پدیده رایج تحت عنوان تضاد منافع مواجه هستند. تضادی که به منافع تجاری و درآمدزایی آن‌ها با منافع عمومی از جمله وضع مقررات و نظارت برمی‌گردد. تضاد فوق دارای آثار مختلف است؛ از جمله اینکه در زمان وقوع تضاد منافع، اهداف تجاری سهامداران بورس‌ها بر تمایل آن‌ها بر حفظ بلندمدت سرمایه اجتماعی که ضامن بازاری منصفانه است ترجیح داده می‌شود که می‌تواند عامل غفلت بورس‌ها از استانداردهای مختلف وضع مقررات و دستورالعمل شود. (آیوسکو، ۲۰۰۶) از طرف دیگر منافع تجاری بورس‌ها نیز حائز اهمیت است؛ بدین معنا که با اعمال فشار از سوی نهاد ذیصلاح و ناظر بر منابع درآمد بورس‌ها این امکان وجود دارد که ثروت اعضا یا سهامداران به دلیل اعمال ساختارهای حاکمیتی حداقلی و در شرایطی با انتخاب یا الزام سطح خاص از تدوین، اجرا و اعمال دستورالعمل‌ها، منافع بورس‌ها از یک سطح مشخص کمتر شود. (پیروننگ، ۱۹۹۵). این تضاد می‌تواند عامل بروز بازاردوگانه شود؛ به طوری‌که سرمایه‌گذاران عمده در مقایسه با سرمایه‌گذاران خرد با پرداخت کارمزد بیشتر در اسرع وقت و در سطحی قابل توجه به اطلاعات بیشتری دسترسی داشته باشند که متضمن مزیت معاملاتی

باید تعیین کند در حقوق رقابت انتظار تحقق کدام‌یک از اهداف وجود دارد و در صورت وجود اهداف متفاوت، ترتیب اولویت و تقدم هر یک چگونه است؟ در نتیجه شناخت هدف حقوق رقابت حائز اهمیت است. مطابق یک تحلیل، اشخاصی معتقدند هدف انحصاری حقوق رقابت باید حمایت از مصرف‌کنندگان باشد که این اعتقاد بر تحلیل انتفاعی عمل‌گرا از رقابت استوار است؛ در حالی که اعتقاد به ارزش ذاتی رقابت و حفظ آن به‌عنوان هدف مستقل، از سودگرایی قاعده‌گرا یا تحلیل مبتنی بر وظیفه‌گرایی نشأت می‌گیرد. در نتیجه این رفتار است که باید مورد ارزیابی قرار گیرد نه ساختار یا عملکرد. در نتیجه دیدگاه‌ها نسبت به رقابت متفاوت است و ابتدا باید دیدگاه و رویکرد رقابت را انتخاب کرد تا بتوان سنجد که آیا حقوق رقابت در یک بازار جاری است یا خیر؟ آیا رقابت مورد نظر محقق شده است و آیا حقوق رقابت در یک بازار اعمال می‌شود یا خیر؟ در تحلیل و داوری در خصوص اهداف باید دو نکته لحاظ گردد: اولاً؛ ممکن است در تعیین اعمال ضد رقابتی، اهداف متعدد اقتصادی و غیراقتصادی دخیل باشند ثانیاً؛ هر کشور با توجه به شرایط خود اهداف سیاست رقابتی را تنظیم می‌کند. در نتیجه اهداف حقوق رقابت و ترتیب اولویت آن‌ها متفاوت است. (صادقی مقدم، غفاری فارسانی، ۱۳۹۰) در بازار سرمایه ایران اهداف مختص به حقوق رقابت به‌طور مشخص تعیین نشده است اما اهداف عام بازار سرمایه ذیل ماده ۲ فصل دوم قانون بازار تعریف شده است که شامل حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و ساماندهی، حفظ و توسعه بازار شفاف، منصفانه و کارای اوراق بهادار است و ساختارها باید در نهایت اهداف و خاص را در نظر بگیرند... البته امکان استفاده از اهداف عام قانون تسهیل رقابت و منع انحصار نیز وجود دارد اما باید مطابق اقتضائات و ساختار بازار سرمایه تعریف شود که خود نیازمند یک پژوهش مجزا است.

در ادامه ابعاد مختلف رقابت بر پایه چندین قاعده از جمله قاعده تضاد منافع عمومی-تجاری، قاعده نسبت افعال تشکل خودانتظام و حاکمیتی و اعمال حقوق رقابت بر

² Pirrong, 1995 : 145

¹ IOSCO, 2006 : 42

❖ حالت دوم، مسئولیت و وظایفی است که هر دو جنبه عمومی و تجاری را به طور همزمان دارند؛ در این حالت یا وظایف نباید در اختیار تشکل خودانتظام بورسی باشد، یا اینکه در اختیار تشکل خودانتظام مستقل یا رگولاتوردولتی باشد یا اینکه در صورتی که در اختیار تشکل خودانتظام بورسی است، نهاد ناظر و رگولاتور یعنی سازمان بر آن نظارت داشته باشد و مجوز و تأییدیه را از سازمان دریافت کنند یا فعالیت را به صورت مشترک انجام دهند.

❖ حالت سوم، نیز مسئولیت و وظایف در سطح کلان است که جنبه عام قابل توجه دارند مانند دستورالعمل تخلفات سطح عام بازار یا امور انتظامی بورس ها. در این حالت باید به طور خاص توسط نهاد ثالث به عنوان مثال رگولاتور دولتی یا نهاد مستقل انجام شود.

در مقام عمل و در دنیا، رویکردها جهت کاهش آثار ناشی از تضاد منافع شامل اعمال مناسبات حاکمیتی، تفکیک وظایف بورس، محدودیت مالکیت، مناسبات نظارتی (مانند نظارت فزاینده، مناسبات خاص خود پذیرشی^۳ و افزایش شرایط خاص جهت استناد به اختیارات مانند آنچه به حداقل سرمایه یا قابلیت سوددهی مالی مرتبط است) و نهایتاً انتقال یا حذف وظایف است.

(آیوسکو، ۲۰۰۶)^۴

تحلیل موضوع رقابت بین بورس ها بر پایه تفکیک

اقدامات حاکمیتی و تصدی گری

مدخل دیگر بحث می تواند تبیین موضوع رقابت پذیری از جنبه اعمال حاکمیتی باشد. بدین معنا که آیا افعال و اعمال تشکل خودانتظام جزء اعمال حاکمیتی به حساب می آید یا خیر؟ و اینکه در صورت پاسخ مثبت آیا اعمال حاکمیتی مشمول مقررات رقابت می باشند یا خیر؟ در وهله سوم این سؤال مطرح است که آیا بین انجام افعال فوق توسط مجری خصوصی یا عمومی تفاوت وجود دارد یا خیر؟ و در صورتی که تصدی برخی امور حاکمیتی مانند

در مقابل سرمایه گذاران خرد است. (بالانس، ۲۰۰۷) ۱ تضاد منافع در نهایت می تواند کارایی بازار را کاهش و پوشش اهداف را به تعویق اندازد. البته در مقابل عده ای بر این باورند که بورس ها به دلایل مختلف از جمله حفظ مشروعیت و صلاحیت حرفه ای خود به دنبال انجام کامل وظایف از جمله حفظ منافع عموم هستند چرا که در نهایت به افزایش اعتماد عمومی و افزایش منافع تجاری منجر می شود. به علاوه سلب وظایف و اختیارات از نهادهای تخصصی مانند بورس های نیمه معایب مختص به خود را دارد. (همان) در ادامه جهت تشخیص دقیق محل و احتمال تضاد منافع، جریان درآمد و منافع تجاری بورس ها بررسی خواهد شد.

منابع درآمد بورس ها

تحلیل رقابت بر پایه قاعده تضاد منافع تجاری و عمومی مستلزم شناخت منافع تجاری بورس ها است. منابع مذکور در قالب فعل اقتصادی که منشأ منفعت است، شناخته می شود و برخی از آن ها نیز جنبه عمومی نیز دارد مانند وضع مقررات و تنظیم دستورالعمل های مختلف از جمله پذیرش؛ در نتیجه احتمال بروز تضاد منافع عمومی و خصوصی وجود دارد.

منابع درآمد بورس ها به طور کلی شامل کارمزد مقررات گذاری، کارمزد معاملات، کارمزد پذیرش، کارمزد بهره مندی از اطلاعات بازار و دیگر درآمدها است که از آن جمله می توان ارائه خدمات جدید مانند خدمات مالی و فنآوری های معاملاتی نام برد. (راموس، ۲۰۰۳)^۲، در صورتی که هر یک از منافع فوق درگیر منافع عموم از جمله وضع مقررات شود امکان سوء استفاده از جایگاه تقنینی در راستای تأمین اهداف تجاری وجود دارد. وظایف تشکل خودانتظام به استناد و بر پایه مفهوم تضاد منافع شامل موارد زیر است:

❖ در حالت اول، وظایف تنها جنبه انتفاعی دارد، در نتیجه احتمال بروز تضاد منافع وجود نداشته و امکان رقابت در این فعالیت ها وجود دارد.

³ Self-Listing

⁴ IOSCO, 2006 : 25

¹ Balance, 2007 : 208

² Ramos, 2003 : 25

دولت صورت پذیرد. نظرات پیرامون این موضوع متفاوت است. براساس یک نظر، عملکرد دولت اعم از اعمال حاکمیتی و تصدی است. اعمال تصدی دولت مشابه فعالان خصوصی اقتصادی، تابع قانون رقابت است، اما عملکرد حاکمیتی دولت تابع سیاست رقابتی است برخی از محققان معتقدند که تنها سیاست رقابتی-برخلاف حقوق رقابت-براعمال حاکمیتی دولت اعمال می شود (غفاری فارسانی، صادقی، ۱۳۹۱) براین اساس اگر اقدامات بورس جز افعال حاکمیتی قرار گیرد براساس اظهارنظرهای فوق قانون رقابت و حقوق رقابت اجرا نخواهد شد. براساس نظر دیگر، اعمال دولت مشمول حقوق رقابت است، منوط به تفکیک اعمال دولت به حاکمیتی و تصدی؛ چراکه براساس نظریات و دکترین های به رسمیت شناخته شده بین المللی، هدف و ابزارهای استفاده شده دراعمال حاکمیتی همانی نیست که دراعمال تصدی به کار گرفته می شود (ولی رستمی، کمرخانی ۱۳۹۴) درجهان رویکردها نسبت به این موضوع متفاوت است. به عنوان مثال، برخی بورس ها افعالی که جنبه عام دارند یا اینکه تداخل منافع عموم و تجاری در آن ها وجود دارد مانند پذیرش را به نهاد مستقل واگذار می کنند مانند بازار سرمایه انگلستان.

برخی بر این باورند که اعمال مقررات حقوق رقابت بر اعمال حاکمیتی دولت قابل پذیرش نیست و شمول نظارت های رقابتی بر اعمال حاکمیتی دولت را نه از باب مقررات حقوق رقابت، بلکه از باب شمول سیاست رقابتی می داند. در نتیجه تعریف واژه عمل اقتصادی یا فعل اقتصادی مهم است. به علاوه در قانون نمونه آنکتاد که به عنوان قانون آنکتاد بر اعمال حاکمیتی دولت ها، حکومت های ملی یا اعمالی که مؤسسات و اشخاص حقیقی بنا بر دستور یا نظارت دولت، حکومت ملی یا قوای حکومتی انجام می دهند، به کار گرفته نمی شود (ولی رستمی، کمرخانی، ۱۳۹۴) به علاوه، مقررات حقوق رقابت براین مسئله تأکید دارد که نباید وضعیت انحصار منجر به سوء استفاده گردد. اگر بازار رقابت پذیر باشد افعال و اقدامات مختلف

سیاست گذاری به مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی یا تشکل خودانتظام واگذار شود، حقوق رقابت تا چه اندازه می تواند بر عملکرد این نهادها نظارت داشته باشد؟ در ابتدا باید اعمال حاکمیتی تعریف گردند. اعمال حاکمیتی واجد به کارگیری امتیازات و اقتدارات قدرت عمومی است. (ولی رستمی، کمرخانی، ۱۳۹۴) به علاوه براساس مواد ۸ تا ۱۱ قانون مدیریت خدمات کشوری مصوب ۸۶/۷/۸ تقسیم بندی به امور حاکمیتی، امور اقتصادی، امور اجتماعی، فرهنگی و خدماتی و امور زیربنایی است. دسته بندی فوق صریحاً و به طور مشخص این افعال را مشخص نکرده است. در ماده ۱۱ قانون مسئولیت مدنی نیز تلویحاً اعمال حاکمیتی تعریف شده است "در مورد اعمال حاکمیت دولت هرگاه اقداماتی که برحسب ضرورت برای تأمین منافع اجتماعی طبق قانون به عمل آید و موجب ضرردیگری شود دولت مجبوره پرداخت خسارت نخواهد بود." در نتیجه بر این اساس، دو عنصر منفعت عمومی و تجویز و تصریح قانون جزء عناصر شکل دهنده اعمال حاکمیتی است. اما تشخیص اینکه آیا تنظیم سیاست بخشی جزء اعمال حاکمیتی است یا خیر، باید با این فرض بررسی شوند که این افعال علاوه بر جنبه عمومی که به حاکمیت برمی گردد شامل امور انتفاعی نیز هستند. و تفاوت اقدامات از جهت انتفاع عمومی و تجاری لحاظ شود. البته در برخی موارد تشخیص مرز این افعال بسیار مشکل است. به علاوه، نحوه تعامل منفعت عمومی و افعال حاکمیتی چیست؟ بدین معنا به صرف اینکه یک فعل شامل منافع عموم باشد جزء اعمال حاکمیتی به شمار می رود یا خیر؟ یا اینکه آیا هر فعل حاکمیتی لزوماً دارای بعد منفعت عمومی است یا اینکه عناصر دیگری نیز لازم است. به علاوه اگر سیاست تنظیمی بخشی یا نظارت بخشی نیز که شامل منافع عموم در بخش بازار سرمایه است جزء افعال حاکمیتی به شمار می آید این قاعده نسبت به بورس ها انجام خواهد گرفت یا خیر؟ در پاسخ به سؤالات باید گفت تحلیل اعمال تشکل خودانتظام در صورتی که اعتقاد براین باشد که افعال حاکمیتی است می تواند براساس نظریه تفکیک اعمال تصدی و حاکمیتی

نهادهای دولتی، حتی به استناد اعمال حاکمیت، ضمانت اجرا در این خصوص لحاظ گردد.

کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا در مقام تعیین روشها و اقدامات رقابت غیرعادلانه براساس قانون، استانداردهایی جهت تشخیص افعال ضدرقابتی تعیین کرده است. تعیین مصادیق روشهای رقابت غیرعادلانه، عمل شبه تقنینی است اما در عین حال در صورت وقوع عمل غیرقانونی ضدرقابتی، کمیسیون به عمل مذکور در قالب شکایت اداری که مشابه رسیدگی در دادگاه فدرال است، رسیدگی می نماید. به علاوه باید توافقات مختلف که می تواند محل رقابت باشد از جمله توافق بر عدم رقابت نیز مورد بررسی قرار گیرد و آثار آن در بازار سرمایه تحلیل شود؛ در این راستا، حقوق آمریکا این موضوع را در قالب تحدیدات نامشروع محض فرض کرده است؛ البته با وجود برخی عناصر خاص، می تواند مشمول معافیت های کلی قرار گرفته و از فرآیند کنکاش رقابتی معاف شوند. (رهبری، ۱۳۹۴) البته باید توجه داشت که تحلیل توافق عدم رقابت عموماً ساده نیست و مستلزم تحلیل است چراکه ذاتاً متجاوزانه نیست بلکه نیازمند تحلیل براساس اعمال قاعده معقولیت در نظام رقابتی آمریکاست. (فیلیپ، ۲۰۰۶) به عنوان مثال، دادگاه در رأی خود بیان داشت اگرچه محدودیت، غیرمنصفانه است، قاعده معقولیت مانع از اعتبار آن است. به نوعی که بررسی نفوذ و اعتبار توافق عدم رقابت به موجب قاعده معقولیت، نوعی نبوده و بسیار وابسته به اوضاع و احوال خاص هر قرارداد و با لحاظ مؤلفه های مختلف است. (کمرلینگ و عثمان، ۲۰۰۴) ۳

براین اساس، اگر محدودیت ناشی از عمل مذکور به طور متعارف و معقول قابل توجیه باشد، محل رقابت و فعل ضدرقابتی نمی باشد. در این حالت به طور معمول براساس معیارهای اصلی مانند کارایی اقتصادی و رفاه مصرف کنندگان می بایست تحلیل انجام می پذیرد. قاعده دوم قاعده ممنوعیت ذاتی است بدین معنا که هر عمل تجاری کاهنده یا تحدیدکننده رقابت ذاتاً ضدرقابتی است

مانند ایجاد مانع در ورود به بازار، تقسیم بازار یا تثبیت قیمت ها ممنوع است؛ به علاوه ممکن است در چنین بازاری اصلاً مقرراتی وجود نداشته باشد یا صرفاً مقرراتی برای تضمین شفافیت تنظیم شده باشد. (گری، ۲۰۰۷) ۱

همان طور که ذکر شد، با توجه به اینکه مسئولیت و فعالیت بورسها غالباً دارای هردو وجه امور انتفاعی و حاکمیتی - عمومی هستند شاید تفکیک فوق نیز مثمرتر نباشد. بورس از این بابت که فعل و کنش اقتصادی انجام می دهد، مشمول حقوق رقابت است اما از سوی دیگر براساس ارتکاب افعال حاکمیتی مشمول حقوق رقابت نیستند و این احتمال بروز تناقض در اعمال حقوق رقابت را ایجاد می کند. در نتیجه، براساس مطالب فوق، استفاده از اعمال حاکمیتی به عنوان مدخل بحث رقابت پذیری عامل پیچیدگی موضوع خواهد شد. اولاً تشخیص اینکه چه نوع اقداماتی جزء افعال حاکمیتی قرار می گیرد جای سؤال است و اینکه آیا اعمال سیاستی و تنظیم گری مانند وضع استاندارد جزء اعمال حاکمیتی به شمار می روند یا خیر؟ ثانیاً، تشخیص اینکه آیا بورسها اعمال حاکمیتی انجام می دهند یا خیر خود دارای پیچیدگی است و نظرات متفاوت است و ثالثاً رویکردها در خصوص اعمال حقوق رقابت بر اعمال حاکمیتی متفاوت است اینکه آیا حقوق رقابت بر اعمال حاکمیتی اجرا می شود یا سیاست های رقابتی؟ بدین معنا که آیا لازم است براساس یکی از رویکردهای حاکم بر بازار سرمایه در خصوص اعمال حقوق رقابت افعال ضدرقابتی را تشخیص و در صورت بروز افعال مذکور مقام ذیصلاح ورود خواهد کرد. اما اگر سیاست رقابتی تنظیم گردید مقام سیاست گذار بستر رقابت را تعیین و سیاستها براین اساس تعیین خواهد شد. به عنوان مثال، در این خصوص، در ایران براساس اصل ۴۴ قانون اساسی، قانون گذار مشابه اکثر کشورها در مقام بیان افعال ضدرقابتی است؛ یا اینکه در مقام تعیین و تشخیص تعامل بازار و نهادهای عمومی است؛ در این راستا باید در جهت تضمین کارایی بازار در برابر مداخله نابجای

³ Kamerling, Osman, 2004 : 35

¹ Gary, 2007: 403

² Flipp, 2006 : 342

و بدون نیاز به تحلیل اقتصادی ضد رقابت ممنوع می باشد به طوری که اثبات اثر سوء بر کارایی و منافع مصرف کننده به سادگی قابل اثبات است. (صادقی مقدم، غفاری فارسانی، ۱۳۹۰) به عنوان مثال در ایران، بند سوم شق الف قسمت (د) و بند سوم قسمت (ه) مصوبه مورخ ۱۳۸۳/۹/۲۱ مجمع تشخیص مصلحت نظام به افزایش رقابت و منع انحصار توسط بنگاه غیردولتی با وضع مقررات اختصاص دارد. به علاوه فصل نهم قانون اجرای سیاست های کلی اصل به طور خاص ماده ۴۴ و به طور خاص بند (ج) این سیاست ها به صراحت به رقابت اشاره دارد. بند الف ماده ۳۷ و دیگر مواد قانون برنامه چهارم توسعه نیز دولت را مکلف به تقویت رقابت پذیری اقتصاد کرده است. ماده ۱ پیش نویس لایحه قانون جامع تسهیل رقابت و کنترل و جلوگیری از شکل گیری انحصارات (ویرایش پنجم)" (همان)

شمولیت بورس ها به عنوان تشکل خودانتظام ذیل حقوق رقابت و مسئولیت آن ها

آیا نهادهایی مانند تشکل خودانتظام از جمله بورس ها در زمره اشخاص مشمول حقوق رقابت قرار می گیرند یا خیر. مقررات رقابت ماهیت سلبی و منع کننده دارند؛ یعنی زبان آن ها تکلیفی و ممنوعیتی است علی الاصول کلیه اشخاص اعم از حقیقی و حقوقی که فعالیت های اقتصادی - اعم از تولیدی و توزیعی - شغل و محل درآمد آنان است، مکلف به رعایت موازین حقوق رقابت هستند. در قوانین شرمین و کلینتن آمریکا از واژه عام الشمول "شخص" استفاده شده است که البته در قانون کلینتن، قید اشتغال به تجارت اضافه شده است. (غفاری فارسانی، باقری، ۱۳۹۱) به استناد نظر یکی از نخبگان، در شناخت اشخاص تحت شمول، شخصیت مهم نیست بلکه مهم آن است که تشخیص داده شود چه اعمالی فعالیت اقتصادی به شمار می روند و به محض اشتغال به فعل اقتصادی، شخصیت مشمول قواعد حقوق رقابت قرار گیرد. در نتیجه وضع حقوقی اشخاص فاقد اهمیت است و به شکل و نام آن ها توجه نمی شود. تنها نهادهایی معاف از مقررات رقابت هستند که ماهیت و وظایف آن ها حاکمیتی است نه تجاری.

در نتیجه در زمانی که نهادها و اشخاص به فعالیت اقتصادی می پردازند بنگاه محسوب می شوند و مشمول مقررات رقابت هستند و در زمان انجام وظایف دیگر خیر. دقیقاً مانند اشخاص حقیقی تاجر که به هنگام انجام امور شخصی و اعمالی با ماهیت مدنی، مشمول حقوق تجارت نیستند. به علاوه نهادهایی که فعالیت اقتصادی انجام می دهند ولو اینکه قصد انتفاع و باهدف اقتصادی نداشته باشند. در نتیجه اگر سازمان ها یا مؤسسات انتفاعی و غیرانتفاعی حتی اگر بخشی از فعالیت آن ها - هرچند فرعی، جنبی یا موقت - اقتصادی باشد، مشمول مقررات رقابت هستند. نهادها و سازمان های دولتی به شرط انجام فعالیت های اقتصادی، بنگاه محسوب می شوند و دولتی بودن آن ها مانع از اعمال الزامات و قواعد حقوق رقابت نخواهد بود. در نتیجه در صورت اعمال صلاحیت ها و وظایف عمومی و حاکمیت از شمول مقررات مستثنا هستند. (غفاری فارسانی، باقری، ۱۳۹۱)

در ادامه با دقت در عناوین و قیود مندرج در ماده ۴۳ که اولین ماده فصل نهم قانون اساسی در مورد تسهیل رقابت و منع انحصار است، منظور از اشخاص حقیقی و حقوقی بخش های عمومی، دولتی، تعاونی و خصوصی اشخاصی هستند که به فعالیت اقتصادی اشتغال دارند تبعید می رسد که تمام اشخاص را شامل شود با وجودی که به صورت مطلق بیان شده است؛ هرچند بهتر بود قانون گذار روشن تر بیان خود را مطرح می کرد. به علاوه اعمال ممنوع شده در مواد ۴۴ و ۴۵ نیز اقتصادی هستند. با توجه به عدم ارائه تعریف دقیق و فنی از واژه های کلیدی قانون مزبور و کاربرد آن ها، باید برعهده رویه قضایی و مفسران نهاد. به جز خرده فروش ها، قانون گذار صراحتاً هیچ شخص یا گروه دیگری را از رعایت مقررات رقابت معاف نکرده است. در مورد سازمان ها، مؤسسات و شرکت های دولتی نیز باید گفت مادامی که این نهادها به اعمال حاکمیت دولت و انجام فعالیت عام المنفعه مبادرت دارند چون ماهیت عمل آن ها اقتصادی نیست؛ بنابراین از نظر تخصصی از شمول قواعد رقابت خارج هستند و در خصوص مؤسسات، انجمن ها، جمعیت ها و کلاً اشخاص حقوقی غیرانتفاعی که

رقابتی نیز حائز اهمیت است. اگر قائل به این باشیم که شکل خودانتظام اعمال حاکمیتی انجام می دهد طبق یک قاعده که در نظام حقوقی ایران اعمال حاکمیتی جز در موارد استثنا، مانند پرداخت غرامت در زمان مصادره اموال بیگانگان فاقد مسئولیت تلقی می گردد؛ براساس حکم قانون مسئولیت مدنی " ولی در مورد اعمال حاکمیت دولت، هرگاه اقداماتی که بر حسب ضرورت برای تأمین منافع اجتماعی طبق قانون به عمل آید و موجب ضرر دیگری شود دولت مجبور به پرداخت خسارات نخواهد بود" (شق دوم ماده ۱۱ قانون مسئولیت مدنی 1339/02/07) (ولی رستمی، کمرخانی، ۱۳۹۴) بورس ها مسئولیت نخواهند داشت. اما از جهت احتمال بروز تضاد منافع باید نسبت به تصمیمات خود دقت لازم داشته باشند. به عنوان مثال، اگر بورس ها مشمول قاعده خودپذیرشی باشند، مشمول دستورالعمل های مختلف ناشران ثبت شده نزد سازمان از جمله دستورالعمل انضباطی، الزامات افشاء اطلاعات و موارد مشابه دیگر قرار دارند و مرجع رسیدگی به تخلفات اداره پیگیری به تخلفات واقع در سازمان بورس و اوراق بهادار است.

نقش نهاد رگولاتور در موضوع رقابت

جایگاه رگولاتور در موضوع رقابت حائز اهمیت است. اولین موضوع تشخیص رگولاتور ذی صلاح در بازار رقابتی است که به ساختار و معماری بازار سرمایه برمی گردد. در برخی کشورها، قانون گذاران بخشی یا رگولاتورها تعریف شدند که دارای شخصیتی متفاوت از قانون گذاران رقابتی هستند؛ موضوع دوم، تشخیص حیطه صلاحیت موضوع رقابت و گستره دخالت رگولاتور ذی صلاح است. در آمریکا، علاوه بر کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا که مسئولیت تمام بازار را بر عهده دارد، فینرا مسئولیت وضع مقررات اعضا خود را بر عهده دارد اما در ایران با توجه به حجم و عمق بازار سرمایه ایجاد نهاد مستقل در شرایط کنونی مفید نیست. موضوع سوم، نقش رگولاتور در ایجاد، تقویت یا تحدید رقابت در بازار سرمایه است که از نگاه محققان متفاوت و بعضاً متضاد است. مدافعان عدم دخالت بر این باورند که رقابت عامل کاهش نیاز به وضع مقررات و

بدون قصد کسب سود به فعالیت های با اهداف اجتماعی و عام المنفعه اشتغال دارند، وضع به همین منوال است. (غفاری فارسانی، باقری، ۱۳۹۱)

در حقوق رقابت، تعریف قلمرو شخصی و موضوعی، در میان نویسندگان دارای مباحث طولانی و دامنه داری است و آرای قضایی مختلف به خود اختصاص داده است. در باب تشخیص قلمرو شخصی و موضوعی حقوق رقابت دو نکته حائز اهمیت است که براساس پژوهش حاضر قابل طرح است:

نکته اول شامل هدف مقررات حقوق رقابت یعنی رفاه مصرف کننده نهایی و ارتقاء کارایی در جامعه است. در این راستا، البته باید اقدامات مصرف کننده نیز که ممکن است واجد وصف ضد رقابتی باشد، توصیف شود.

نکته دوم این است که در حقوق رقابت ایران، اشخاصی مشمول حقوق رقابت و الزامات آن هستند که دارای خصوصیات زیر باشند:

مطابق قانون، دارای شخصیت حقوقی باشند (ماده ۴۳) نوعی فعالیت انجام دهند که ماهیت اقتصادی داشته باشد. فعالیت اقتصادی که الف) حاوی عرضه کالا یا خدمتی معین به بازاری معین است ب) قابلیت و امکان بالقوه رقابت اشخاص خصوصی در انجام عمل مورد نظر و ج) کسب سود از محل آن وجود داشته باشد.

مشخص بودن شخص مورد نظر در انجام فعالیت اقتصادی (استقلال حقوقی)

اصیل بودن شخص یعنی سود و زیان عمل مورد نظر، متوجه خود وی باشد. البته شخصی که به نیابت بنگاه اصیل عمل می کند به هیچ وجه مشمول ضمانت اجراهای حقوق رقابت نیست. (غفاری فارسانی، باقری، ۱۳۹۱)

در نهایت تحلیل اینکه نهاد خودانتظام آیا از نظر شخصیت مشمول حقوق رقابت است یا خیر، نیازمند انجام پژوهش مجزاست چرا که موضوع پیچیدگی های خاص خود را دارد.

سؤال دیگر مسئولیت شکل خودانتظام یا بورس ها نسبت به تصمیمات و سیاست هاست. در صورتی که بازار رقابت پذیر باشد تشخیص مسئولیت ناشی از سیاست

اقدامات و منافع تجاری بورس ها را در صورتی که با اهداف اصلی منافات نداشته باشد، لحاظ کند.

در ایران به واسطه نهادینه نبودن نسبت قواعد عمومی رقابتی با قواعد اختصاصی، به طور خاص وضعیت روشنی وجود ندارد و فارغ از قواعد و ضوابط که در مقام تحقق اصول بازار سرمایه قابل مشاهده است اما بررسی ارتباط این دو حوزه در گرو تدقیق موردی و جزئی در قواعد و مقررات بورس و اوراق بهادار است. از طرف دیگر شناسایی رویه های غیر رقابتی و آثار حقوقی مترتب بر آن در بورس نیز مستلزم اشراف بر ضوابط عام درباره حقوق رقابت و مسائل خاص بورس و اوراق بهادار است. (ساردوئی نسب، قنبری، ۱۳۹۸)

نتیجه گیری

در این مقاله تلاش شده است، رقابت بین بورس ها در ساختار بازار سرمایه ایران و آمریکا تحلیل شود. اهمیت بررسی این موضوع از این جهت است که بورس ها به عنوان تشکل خودانتظام که تحت عنوان یک شرکت سهامی عام تأسیس شدند، مشمول شرایط تضاد منافع عمومی-تجاری قرار دارند؛ بدین معنا که به واسطه وظایف تعریف شده در مقررات می بایست در مقام تنظیم کننده دستورالعمل، اجرا و نظارت بر آن ها، منافع عموم و بازار را لحاظ کنند در حالی که منافع سهامداران خود را نیز پوشش دهند. این موضوع زمانی تشدید می شود که با مراجعه به ترکیب درآمد بورس ها، اکثر درآمد آن ها از جمله درآمد ناشی از معاملات یا پذیرش شرکت ها در معرض مقررات و دستورالعمل قرار دارند. در نتیجه لازم است، این پدیده به واسطه اهمیت بررسی شود. در مقاله حاضر، ضمن بررسی اسناد مختلف مشخص شد در صورت بروز رقابت در برخی اقدامات اصلی فوق، امکان عدم توجه به منافع عموم وجود خواهد داشت.

در ادامه، موضوع مذکور از جهت تفکیک بین اعمال حاکمیتی و تصدی نیز بررسی شد. این تفکیک از این جهت حائز اهمیت است که در صورتیکه اعمال مذکور ذیل اعمال

تنظیم بخشی است و بورس ها خود قادر هستند دستورالعمل ها را بدون دخالت شخص ثالث تنظیم و اعمال کنند و رقابت خود عامل تنظیم مقررات است؛ در مقابل، در عمل مدافعان مداخله توانستند حرف خود را به کرسی بنشانند که اروپا از جمله آن ها است. (راموس، ۲۰۰۳) در صورتی که رویکرد دخالت مقام رگولاتور به عنوان رویکرد منتخب باشد، نهاد تنظیم گر موظف است مسائل مقرراتی که به واسطه توسعه بازار و تغییر پیوسته محیط ایجاد می شود، به علاوه بستر، اصول و شاخص های حاکم بر شرایط رقابت پذیر را تعیین، تشخیص و ره گیری نمایند؛ و در نهایت باید بین ساختار بازار اوراق بهادار و رقابت بین نهادها توازن ایجاد گردد تا منافع نسبت به معایب سبقت گیرند. (آیوسکو، ۲۰۱۳) ۲

موضوع مهم دیگر که باید مدنظر نهاد رگولاتور باشد سطح اعمال رقابت است. در صورتی که مقررات و سیاست ها شامل چندین حیطه صلاحیت قضایی باشد و در مناطق مختلف اعمال گردد؛ براساس تنوع رویکردها، واکنش ها نسبت به موضوعات مختلف رقابت مانند رویکرد رگولاتور یا ناظر بر رقابت در تشخیص بازار رقابت پذیر، رویکرد حاکم بر رقابت، تشخیص افعال ضد رقابتی یا مقام ذی صلاح حیطه و گستره اعمال در کشورها متفاوت است. در این حالت اکثر کشورها ذیل یک نهاد بین المللی یا کنوانسیون با یکدیگر فعالیت خواهند کرد و استانداردهای مذکور بر فعالیت بین حیطه صلاحیت ها حاکمیت خواهند داشت. در نهایت نهاد رگولاتور باید با تنظیم سیاست رقابتی، با اتخاذ ابزارهای قانونی متفاوت و تشخیص شکاف مقرراتی یا مصادیق افعال ضد رقابتی، منافع را نسبت به هزینه ها حداکثر نماید تا اهداف اصلی محقق شوند. در صورتی که زمینه های رقابت در ابعاد متفاوت مانند پذیرش یا معاملات هم زمان فراهم گردد باید مقررات و نظارت متناسب تعریف گردد. (گری، ۲۰۰۷) ۳، البته رگولاتور باید ضمن تضمین تحقق اهداف عام، باید

³ Gary, 2007 : 407

¹ Ramos, 2003: 36

² IOSCO, 2013 : 45

تصدی قرار گیرند تابع قانون رقابت و حقوق رقابت خواهند بود اما عملکرد حاکمیتی تابع سیاست رقابتی است و حقوق رقابت بر اعمال حاکمیتی اعمال نخواهد شد. البته تخصیص اقدامات بورس ها ذیل اعمال حاکمیت نیز محل بحث است، از این جهت که در صورتی یک فعل تحت عنوان اعمال حاکمیت قرار می گیرند که دو عنصر منفعت عموم و تصریح در قانون جز اشکال شکل دهنده آن ها باشد، که عنصر دوم در موضوع تحقیق از صراحت لازم در قانون برخوردار نیست.

مقاله حاضر در نهایت، با بررسی ابعاد مختلف رقابت به این نتیجه رسیده است که مقام ناظر باید با لحاظ ساختار بازار سرمایه هدف و نسبت بین ارکان حاکمیتی از جمله سازمان و رگولاتور بخشی مانند بورس ها، کنشگران و سرمایه گذاران نسبت به تعیین سیاست ها اقدام نماید. مقام مذکور باید با لحاظ امکان بروز تضاد منافع عمومی و تجاری در خصوص چندین موضوع تصمیم گیری نماید. اولاً، رگولاتور یا مقام ذیصلاح، حیطة صلاحیت، وظایف و کارکردها و ابزارهای تصمیم جهت رفع تضاد منافع مشخص شود تا ضمن تضمین تحقق اهداف عام، اقدامات و منافع تجاری بورس ها به رسمیت شناخته شود البته به طوریکه با منافع عامه منافات نداشته باشند. ثانیاً، تشخیص مقام ذیصلاح در خصوص اینکه آیا بازار سرمایه واجد شرایط رقابت در سطح رگولاتور هست یا خیر؟ حائز اهمیت است؛ بدین معنا که اگر قانون گذار بازار را رقابتی بداند اولاً باید با اتخاذ سیاست مناسب از بروز تضاد منافع جلوگیری کند یا نظارت دقیق داشته باشد، در سیاست گذاری منافع تمام ذینفعان را لحاظ کند و ابزارهای انتفاع و منابع درآمد بورس ها از جمله کارمزدها تحدید نشود. در نتیجه لازم است، مقام ناظر مشخص کند کدامیک از اقدامات و افعال بورس ها دارای منافع عمومی یا تجاری و کدامیک منافع مشترک دارند؛ به طوریکه اگر یک فعل یا وظیفه بورس ها، شامل منافع عموم نیست، منافع مادی آن ها لحاظ شود. ثالثاً، تعیین ساختارهایی است که تضمین کننده اجرای مقررات مربوطه باشد. مشابه بانک ها، بورس ها باید دارای هیئت مدیره مستقل از

مشمولان تحت قاعده از جمله نهادهای مالی باشند و اندازه، ترکیب و ملاک تعیین صلاحیت آن ها تضمین کننده وظیفه نظارتی باشد. به طوریکه بالواقع تفکیک بین مقام اجرایی و مقام ناظر بروز تضاد منافع را کاهش دهد. موضوع آخر نیز، رویکرد مقام مربوطه در اعمال رقابت است، در صورتیکه تشخیص افعال ضد رقابتی به عنوان رویکرد منتخب قانون گذار باشد در ابتدا باید افعال ضد رقابتی مشخص شود تا در صورت نیاز از سمت مقام ذیصلاح دخالت صورت پذیرد.

در نهایت تمام اقدامات فوق باید متناسب با بازار هدف و بستر رقابت تعریف شود. به عنوان مثال در ایران برخلاف آمریکا، عمق ناکافی بازار سرمایه، عدم تنوع ابزارها، اهمیت کمتر وظیفه تنظیم گری از جانب بورس ها، فقدان ابزارهای بین المللی از جمله پذیرش هم زمان، عدم ارتباط با سایر بازارها در سطح بین المللی، رقابت مقرراتی و امکان رقابت در کارمزدها منجر شده است مقام تصمیم گذار منطق بخش بندی بازارها را بین بورس ها حاکم بداند که به واسطه شرایط و ساختار بازار ایران تصمیم درستی است؛ چراکه اعمال رقابت در این شرایط می تواند بر منافع عموم به عنوان اصل حاکم بر بازار اثر منفی داشته باشد و هزینه مازاد به ساختار تحمیل شود.

منابع

انصاری، علی؛ عیسائی تفرشی، محمد؛ حسینی، سید میلاد (۱۳۹۲). "تحلیل ساختار حقوقی نهادهای خودانتظام در بازار سرمایه ایران با مطالعه تطبیقی در نظام حقوقی آمریکا"، *فصلنامه تحقیقات مالی* ۱۵(۲). صص ۱۴۹-۱۶۰.

باقری، محمود؛ سیدی، جواد (۱۳۸۷). "همگرایی و رقابت در بازارهای بورس: تعارض حقوق رقابت و حقوق بازار بورس". *فصلنامه مطالعات حقوق خصوصی*. ۳۸(۳) صص ۵۷-۸۳.

غفاری فارسانی، بهنام و محمود باقری (۱۳۹۱). "قلمرو حقوق رقابت از حیث اشخاص مشمول"، *فصلنامه پژوهش های بازرگانی*، شماره ۶۵.

غفاری فارسانی، بهنام؛ باقری، محمود؛ صادقی مقدم، محمدحسن؛ بادینی، حسن (۱۳۹۱). ضمانت اجراهای

legal system", *Financial Research Journal*, vol. 15(2), pp 149-160. (In persian)

Bagheri, Mahmoud; Seyedi, Javad (2008). "Convergence and competition in stock markets: The conflict between competition law and stock market law". *Quarterly Journal of Private Law Studies*. Vol. 38(3), pp 57-83. (In persian)

Ghafari farsani, behnam; Bagheri, Mahmoud (2012). "The Realm of Competition Law in the Subject of Entities", *Quarterly Journal of Business Research*.vol. 65 (In persian)

Dewenter, K; Han, X; Koski, J(2018). *Who wins when exchanges compete? Evidence from competition after Euro Conversion*. *Review of finance* (22)(6). Pp. 2037-2071.

Roberston, V.(2018). *Consumer Welfare in financial services: A View from EU Competition Law*. *Yearbook Antitrust regulatory Studies*.

Rahbari, ebrahim (2015). "Competitive Status and Validity of the Non-Competition Agreement: A Comparative Study of US, EU, and Iranian Law". *Legal Studies*, vol 34(3). pp 89 – 116. (In persian)

Hautcoeur, P; Rezaee,A; Riva, A.(2023).*Competition between securities markets: stock exchange industry regulation in the paris financial center at the turn of the twentieth century*. *Cliometrica*(17).Pp261-299.

Rostami, vali; Kamarkhani, vali (2015). "Enforcement of competition law provisions on the exercise of sovereignty and tenure of the government". *Quarterly Journal of Private Law Studies*. Vol. 45(3). Pp 431-451. (In persian)

Schwabe, R (2022). *Platform competition and regulation of stock exchange fees*. *The National Law Review*. V(XIII)(153).

Sadegi moghaddam, mohammad hassan; Ghaffari farasani, behan (2011). "The spirit of competition law (a comparative study of the goals of competition law)". *Legal*

مدنی نقض قواعد حقوق رقابت. دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه تهران.

رهبری، ابراهیم (۱۳۹۴). "جایگاه و اعتبار رقابتی توافق عدم رقابت: مطالعه تطبیقی در حقوق آمریکا، اتحادیه اروپا و ایران". *مطالعات حقوقی*. ۳۴(۴) صص ۸۹-۱۱۶

رستمی، ولی؛ کمرخانی، ایام (۱۳۹۴). "اعمال مقررات حقوق رقابت بر اعمال حاکمیتی و تصدی دولت". *فصلنامه مطالعات حقوق خصوصی*، ۴۵(۳) صص ۴۳۱-۴۵۱.

صادقی مقدم، محمدحسن؛ غفاری فارسانی، بهنام (۱۳۹۰). "روح حقوق رقابت (مطالعه تطبیقی در اهداف حقوق رقابت)". *مجله حقوقی دادگستری*، ۳۴، صص ۱۱۳-۱۴۶.

ساردوئی نسب، محمد؛ قنبری، محمد (۱۳۹۸). "نسبت حقوق رقابت و بازار سرمایه در ایران". *فصلنامه دیدگاه‌های حقوق قضائی*. ۲۴ (۸۶)، صص ۱۳۹-۱۶۳.

مجلس شورای اسلامی (۱۳۸۶)، *قانون مدیریت خدمات کشوری*

مجلس شورای اسلامی (۱۳۸۴)، *قانون بازار اوراق بهادار اسلامی ایران*

مجلس شورای ملی (۱۳۳۹). *قانون مسئولیت مدنی*

اصل ۴۴ قانون اساسی

Flipp, mark r. (2005). *Covenants not to compete, USA*, Aspen Publishers online

Carruthers, Bruce G., and Naomi R. Lamoreaux. 2016. "Regulatory Races: The Effects of Jurisdictional Competition on Regulatory Standards." *Journal of Economic Literature*, 54 (1): 52-97

Vanhonnaeker,L(2020). *The Impacts of local equity requirements on competition*. *European Yearbook of international economic law*.

Ansari, ali; Hoseini, Seyed milad (2013). "Analysis of the legal structure of self-regulatory institutions in the Iranian capital market with a comparative study in the US

- Coffee, John; Berle, Adolf (2002). "Competition among securities Markets: A path Dependent Perspective". *The Center for Law and Economic Studies. Columbia Law School*.
- International Organization of Securities Commissions (2006). *Regulatory Issues Arising from Exchange Evolution. A Final Report of the Technical committee of the international organization of securities commissions. PP1-42*.
- International Organization of Securities Commissions (2001). *Issues Paper on Exchange Demutualization, Report of the Technical Committee of the international organization of securities commissions*.
- International Organization of the Securities Commissions (2013). *Regulatory Issues Raised by changes in Market Structure, Consultation Report of the Board of the international organization of securities commissions*.
- Kwan, A; Masulis, R; McInish, T (2015). *Trading rules, competition for order flow and market fragmentation. Journal of financial Economics. 115(2). Pp330-348*.
- Securities and Exchange Commission (1934). *The Securities Exchange Act*
- U.S Congress (1890). *The Sherman antitrust act*
- U.S Congress (1914). *The clayton act*
- Kamerling, Alexandra & Osman, Christopher, (2004). "Restrictive covenants under common and competition law", *Netherlands: sweet & Maxwell*.
- Ramos, Sofia B. (2003). "Competition between Stock Exchanges: A survey." In *HEC-University of Lausanne, International Center for financial asset management and engineering PP 1-72*.
- Islamic Parliament of Iran (2007). *Civil Service Management Law. (In persian)*
- Journal of Justice. Vol, 34. Pp 113-146. (In persian)*
- Sardoei nasab, mohammad; Ghanbari, mohammad (2018). "Relation of competition law and capital market in Iran". *Quarterly Journal of Judicial Law Perspectives. vol, 24(86) pp 139 – 163. (In persian)*
- Blanc, Roger D. (2007). "Intermarket competition and monopoly power in the U.S. Stock markets". In *Brooklyn Journal of corporate, financial & commercial Law. Vol, 1 (2). PP 273 – 300*.
- Foucault, T; Parlour, C. A. (2004). "Competition for listings". *Rand Journal of Economics, pp 329-355*.
- Foucault, T; Menkveld, A. J. (2008). "Competition for order flow and smart order routing systems". *The Journal of Finance. vol, 63(1), pp 119-158*.
- Gray, Daniel M. (2007). "The essential role of regulation in promoting equity market competition". In *Brooklyn journal of corporate, financial & commercial Law. Vol, 1 (2) PP 397-407*.
- Lo, Shih-Fang (2013). "which stock exchanges are more attractive? The competition analysis of listing and trading performance". *Economic Modelling, pp 501-509*.
- Pirrong S. (1995). "The Self-Regulation of Commodity Exchanges: The Case of Market Manipulation," *Journal of Law & Economics PP 141-206*.
- Cantillon, EY Yin, P (2010). "Competition between Exchange: A research agenda". *International journal of Industrial Organization. Vol, 29(3)*.
- Article 44 of the Constitution of Islamic Republic of IRAN.
- Carson, J. (2011). "Self-regulation in securities markets". *The World Bank. PP 1-70. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-5542>*.

National Parliament of Iran (1960). Civil Liability Law. (In persian)

Islamic Parliament of Iran (2005). Islamic Securities Market Law of Iran (In persian)

**Analysis of Financial-Legal Dimensions of Competition
between Stock Exchanges Based on Comparative Study
of Iran and the United States**

Saeed Mohammadi Aghdam^{*1}

*Ebrahim Dianatinasab*²

*Alireza Khalili*³

Abstract

According to Iranian market law, exchanges as a self-regulatory organization are obliged to set and enforce regulations in their field of activity, while they are classified as for-profit companies through ownership, thus their activities may lead to competition. Recognition of competition requires investigation of the nature, function and duties of stock exchanges and capital market structure as a platform of stock exchange activity in terms of two legal rules means Conflict of public-commercial interests and the theory of separation of government's authority (Act D'Autorite) and incumbency (Act D'Gestion) acts in the context of competition phenomenon. This is done by studying the laws and regulations, relevant documents and reports and analyzing the legal systems of the two countries based on an analytical-interpretive method and within the framework of comparative law. According to the research findings, competition between exchanges by regulators requires attention to several issues including recognition of commercial and public interests of each of the exchanges, determining the competent authority to recognize conflicts of interest and providing a solution for how to resolve conflicts. In terms of practice, according to the structure and conditions of the Iranian market, creating segmentation in the field of stock exchange activity is a right decision, and unlike the US capital market, there is no possibility of competition between the exchanges.

Keywords: *American law, Comparative law, Competition law, Iranian law, Self-regulatory organization*

JEL classification: G18, D53

¹ Ph.D Student in Financial Engineering, Management and Accounting Faculty, Allameh Tabatabaie University, Tehran, Iran. Email: Saeed.aghdam@yahoo.com (Corresponding Author).

² Ph.D in private Law, Political science and law Faculty, Tehran University, Tehran, Iran. Email: Dianatinasab@ifb.ir

³ MA. in Islamic Studies and Private Law, Islamic Studies and Law Faculty, Imam Sadiq university, Tehran, Iran. Email: Khalili@ifb.ir